

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学号: 15620081152127

UDC_____

厦门大学

硕士学位论文

基金经理变更、基金业绩与市场定价效率

Fund Manager Turnover、Fund Performance And Market
Pricing Efficiency

严智

指导教师姓名: 蔡庆丰 副教授

专业名称: 投资学

论文提交日期: 2011 年 4 月

论文答辩时间: 2011 年 5 月

学位授予日期: 2011 年 6 月

答辩委员会主席: _____

评阅人: _____

2011 年 4 月

厦门大学博硕士论文摘要库

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学博硕士论文摘要库

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学博硕士论文摘要库

摘要

数据显示, 2010 年度我国总共发生了 295 次基金经理变更, 更换率为 33%, 其中开放式基金发生 284 次, 封闭式基金发生 11 次。作为基金的掌舵者, 基金经理是基金运作管理的灵魂与核心, 其频繁变更可能会影响到基金资产组合的稳定性和投资理念的延续, 因而研究其更换的实际影响具有特别重要的意义。

本文选取 2004 年以来基金经理的变更数据, 运用面板数据模型, 围绕基金经理的变更从整体上进行了一系列的实证研究。首先, 从微观上探讨了基金经理变更与基金业绩的关系, 具体又包括两个方面: (1) 基金经理的变更是否由基金前期业绩不佳所导致, 也即研究基金经理变更的原因; (2) 基金经理变更对后续基金业绩的影响, 也即研究基金经理变更的结果。其次, 本文还从宏观上研究了基金经理变更对市场定价效率的影响, 也即基金经理的变更到底是提高还是降低了市场定价效率。

本文研究发现, 从整体上来看, 基金经理的变更主要由基金前期业绩不佳导致, 并且基金经理的变更导致了基金业绩的改善。此外, 本文还发现从历史整体上来看, 基金经理变更的数量与市场定价效率表现为正相关, 也即基金经理的变更有利于市场定价效率的提高。

文章的创新之处和主要贡献在于: 第一, 本文尝试性的对基金经理变更与市场定价效率的关系进行了实证分析, 在一定程度上丰富了国内的既有研究; 第二, 相对于既有的研究, 本文对基金经理的变更进行了比较系统的研究, 并且在模型构建、变量选择和稳健性的检验等方面都做了一些有益的改进, 结果因此也具有更高的稳定性和可靠性。

关键词: 基金经理变更; 基金业绩; 市场定价效率

厦门大学博硕士论文摘要库

Abstract

The data shows that China had a total of 295 fund manager turnovers in 2010 (the turnover rate is 33%) in which open-end funds occurred 284 times and closed-end funds occurred 11 times. As the Fund's helm, the Fund manager is the soul and heart of the fund management. Its frequent turnovers will obviously affect the stability of the fund operating portfolio and the investment philosophy, so the research on the influence of the turnover has a particular significance.

Choosing the data about fund manager turnover from 2004 to now and using panel data model, this paper conducts a series of empirical researches on fund manager turnover. Firstly, it studies the relationship of the fund manager turnover and fund performance from the microscopic angle. Specifically, it also includes two aspects: (1) whether the fund manager turnover is caused by the previous poor performance that is the reasons of fund manager turnover; (2) the impact of fund manager turnover on fund's later performance, which is the result of fund manager turnover. Secondly, the paper also studies the influence of fund manager turnover on market pricing efficiency from the macroscopic angle, which is whether fund manager turnover decrease or enhance the efficiency of market pricing in the end.

This study finds that overall, the fund manager turnover is mainly caused by the previous performance of the fund, and then leads to improvement of fund performance. In addition, we also find that, historically, there is a positive correlation in the number of fund manager turnover and market pricing efficiency, which is fund manager turnover favoring the improvement of market pricing efficiency.

The main innovations and contributions of this paper are: Firstly, this paper is the first to conduct empirical study on the relationship between fund manager turnover and market pricing efficiency and enriches the domestic research to some extent; Secondly, compared to previous literature, this paper conducts a more systematic empirical analysis on the fund manager turnover, and has made some useful improvements in Model building, variable selection and robust tests etc., therefore the results have a higher stability and reliability.

Key Words: Fund Manager Turnover; Fund Performance; Market Pricing Efficiency

厦门大学博硕士论文摘要库

目录

第一章	导论	1
第一节	研究背景和问题的提出	1
第二节	写作思路及框架	5
第三节	本文的创新之处和主要贡献	5
第二章	文献综述	7
第一节	基金经理变更与基金业绩的关系	7
第二节	基金经理变更与市场定价效率的关系	9
第三章	基金经理变更与基金业绩的实证研究	12
第一节	基金经理的变更是否由基金前期业绩不佳导致	12
第二节	基金经理的变更对后续基金业绩的影响	17
第三节	小结	22
第四章	基金经理变更与市场定价效率的实证研究	24
第一节	样本的选取	24
第二节	变量及其描述性统计	24
第三节	模型的构建	26
第四节	实证结果分析及稳定性检验	27
第五节	小结	30
第五章	主要结论、政策建议和未来研究的方向	32
第一节	主要研究结论	32
第二节	政策建议	33
第三节	本文的不足和后续研究展望	34
参考文献		36
致谢		39

厦门大学博硕士论文摘要库

Contents

Chapter 1 Introduction	1
Section 1 Research Background and Presentation of the Questions	1
Section 2 Research Idea and Framework	5
Section 3 Major Innovations and Contributions	5
Chapter 2 Literature Review	7
Section 1 The Relation of Fund Manager Turnover and Fund Performance	7
Section 2 The Relation of Fund Manager Turnover and Market Pricing Efficiency	9
Chapter 3 The Empirical Study Based on Fund Manager Turnover and Fund Performance	12
Section 1 If The Fund Manager Turnover Is Determined By The Fund's Pre-Performance	12
Section 2 If The Fund Manager Turnover Have Improved The Fund's Coming Performance	17
Section 3 Summary	22
Chapter 4 The Empirical Study Based on Fund Manager Turnover and Market Pricing Efficiency	24
Section 1 Choosing of Data Samples	24
Section 2 Variables and Descriptive Statistics	24
Section 3 Model Construction	26
Section 4 Robustness Test	27
Section 5 Summary	30
Chapter 5 Further Analysis and Policy Proposals	32
Section 1 Further Analysis of Empirical Results	32
Section 2 Policy Proposals	33
Section 3 Limitations of this thesis and Suggestions for Further Research	34
Reference	36
Acknowledgements	39

厦门大学博硕士论文摘要库

第一章 导论

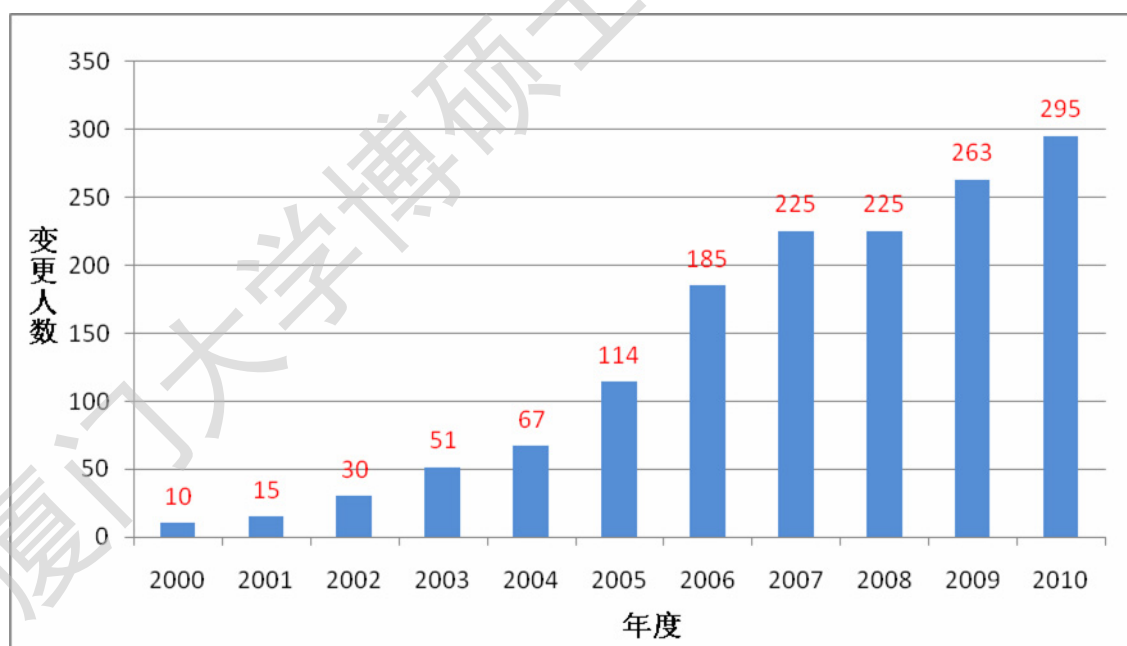
第一节 研究背景和问题的提出

一、研究背景及问题的提出

从 2006 年 12 月 30 日，博时基金“金牌基金经理”肖华辞职投身私募起，截至 2011 年 2 月，短短四年间，已有包括肖华、吕俊、江晖、何震、王贵文、田荣华、李旭利、曾昭雄等 26 位明星基金经理投奔私募，坚守在公募阵地的大佬已屈指可数。据不完全统计，截至目前累计有 43 位原公募投研总监或基金经理转投私募，占 166 位私募基金经理的 25.90%。

事实上，除媒体和大众都普遍关注的“明星基金经理”、“金牌基金经理”的离职外，基金经理群体的变更现象也非常严重。数据显示，截至 2 月 25 日，2011 年共有 55 只公募基金变更基金经理，离职变动率占 706 只基金的 7.79%。如下，为我国基金经理 2000 年—2010 年基金经理变更变化图：

图 1 基金经理变更变化图



资料来源：wind 数据库、csmar 数据库

从 2000 年的 10 次基金经理变更到 2010 年的 295 次基金经理变更，我们可以看出基金经理的变更在数量上表现为逐年上升的趋势。具体而言，2000 年—2004 年表现为平稳增长；随着牛市的启动，2005 年—2007 年表现为大幅增长；

2008 年-2010 年又表现为稳定增长的形式。从增长率来看, 2002 年是基金经理变更增长率最高的一年, 相对 2001 年增长了一倍, 其次是 2005 年的 70.15%、2003 年的 70%和 2006 年的 62.28%。除了数量的增长外, 基金经理更换的规模也非常大, 根据统计, 自 2003 年以来, 我国基金经理的更换率一直在 30%以上, 而 2006 年更是达到峰值 51%。

在基金的投资管理中, 基金经理作为其掌舵者发挥着极为关键的作用。他们投资的规模少则几千万, 多则上百亿。与普通投资者相比, 他们拥有更加专业的知识背景和丰富的证券市场经历, 其背后的投研团队在上市公司和证券市场信息的收集、分析、整理方面也具有得天独厚的优势。也正因为如此, 一般认为基金经理会有比普通投资者拥有更好的投资业绩, 普通投资者也因此而购买基金。

基金经理是基金运作管理的灵魂与核心, 尤其是那些有独特风格的基金经理, 其频繁变更显然会影响到基金资产组合的稳定性和投资理念的延续, 进而对基金业绩产生一定的影响、对投资者收益产生一定的影响, 并最终会对整个市场产生一定的影响, 因此研究基金经理的变更也具有一定的现实意义。为了从整体上考察基金经理的变更现象, 本文拟进行一系列的实证研究。

二、 主要研究内容

本文的研究主要从以下两个方面展开:

首先, 从微观上研究基金经理变更与基金业绩的关系, 具体又包括两个方面: 第一、基金经理的变更是否由基金前期业绩不佳所导致, 也即研究基金经理变更的原因; 第二、基金经理变更对后续基金业绩的影响, 也即研究基金经理变更的结果。

其次, 从宏观上研究基金经理的变更现象对市场定价效率的影响, 也即基金经理的变更到底是提高还是降低了市场定价效率。

具体而言, 本文的思路如下:

(一) 基金经理变更和基金业绩的关系

基金经理是众多投资者委托资金的管理者, 为投资者做出投资策略, 赚取利润的同时有效的避免风险是基金经理人的职责所在。基金经理对基金资产的配置有较大决策权, 因而基金经理与基金业绩应是密切相关的。对于基金经理与基金业绩的关系研究, 本文又主要讨论以下两个小问题:

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库